

高 木 信 二

『為替レート変動と国際通貨制度』

—制度と政策の経済分析—

東洋経済新報社 1989.1 xii+223 ページ

本書は、著者自身による為替レート及び為替制度・為替政策に関する理論的・実証的研究をまとめた研究書である。著者は、本書を著すにあたって、為替レートの変動特性を理論的・実証的に分析すること、そして、為替レートの変動に対する対応策として、小国と EC 諸国がとった為替レート安定化政策を評価するとともに、国際通貨制度のあり方を考察するという、二つの目的を提示している。この目的から明らかなように、為替レートの変動という経済現象及び為替レート安定化のための制度と政策といった為替レートに関する広範な題材を理論と実証の両面から分析するという意欲的なものとなっている。

近年の為替レートの変動及びフロート制の機能（経常収支調整能力など）を見てみると、当初期待されていたほど良好の成果をあげていたとは言えない。事実、現行のいわゆる G7 体制は、フロート制から新たな為替制度への移行段階における過渡的状況と考えることができる。そして、現在、その新たな為替制度が模索されている。このような時代において、本書において展開されている、為替レートに関する経済現象から制度・政策にわたる理論的・実証的研究は、為替制度及び国際通貨制度の今後の方向に関する重要な示唆を与えてくれるものである。

さて、本書の内容を簡単に紹介しよう。本書は二部構成となっている。第 I 部では、「為替レート変動の理論的・実証的分析」という標題の下に、「市場の効率性」の観点から為替レートの変動特性を理論と実証の両面から分析を行っている。第 II 部では、「実効為替レート安定化政策の経済分析」という標題の下に、実効為替レートを中心に、実効為替レート安定化政策であるバスケット・ペッグ制度の分析、通貨バスケットに基づいた地域的通貨安定圏である EMS の評価を行っている。

第 I 部はさらに三章に分かれている。第 1 章では、為替レートの変動を理解するための考え方として「市場の効率性」を説明し、効率的市場では価格の動

きがランダム・ウォークに従う可能性を示唆している。しかし、外国為替市場における効率性は金利裁定条件によって規定されてくることから、為替レートがランダム・ウォークに従わないとしても、市場の非効率性を意味することにならず、金利裁定条件が満たされる限り市場は効率的であることを論じている。

第2章では、確率モデルを利用して、情報が完全であろうと不完全であろうと、為替レートがランダム・ウォークに従うためには、モデルの中にあるすべての外生変数がランダム・ウォークに従わなければならないことが示されている。また、名目ショックにも実質ショックにも系統的動きがない場合には名目為替レートと名目金利の共分散がゼロとなることから、近年の経験より名目為替レートがランダム・ウォークに近い確率過程に従ったことと整合的であることが示されている。

第3章では、時系列変動の面と確率分布の種類から為替レートの変動特性が統計的に分析されている。その中で、為替レートがランダム・ウォークから多少系統的な乖離を示すが、これは為替市場の非効率性を示すものではなく、金利の系統的動向等に依るものと説明している。さらに、為替レートの確率分布は、外国為替市場における情報及び市場参加者の異質性を考慮した形の確率分布(正規分布に収束する何らかの混合分布)の一つの形として解釈すべきであると論じている。

第II部も三章から成っている。第4章では、実効為替レートに焦点が当てられ、その通貨ウェイトの導出と特性及び小国とEC諸国の為替政策の諸問題が論じられている。為替政策に関しては、小国にとって独立フロート制はコストが高く、また単一通貨ベッグを採用すべきかバスケット・ベッグを採用すべきかは運用上のコストや貿易パターンの分散の程度に依存する。一方、名目為替レートの固定化を通じて実質実効為替レートの安定化を図る先進諸国における政策の例としてEC諸国でのスネーク制度とEMSを取り上げ、それらは、短期的にEC内の実効為替レートの安定に役立つと評価している。

第5章では、バスケット・ベッグ政策における技術的側面及び運営上の諸問題を整理し、さらに、バスケット・ベッグが金融政策に課す制約の理論的・実証的分析を行っている。運営上の問題に関連して、バスケット・ベッグはルールの側面と裁量的側面を持ち合わせており、小国開放経済にとっては、ルー

ルに基づいた政策によって得られる金融の安定と信用という長期的便益の方が裁量的な政策によって得られる短期的便益にまさると論じている。また、金融政策に対する制約に関しては、多角的な購買力平価仮説を実証分析することによってバスケット・ベッグが金融政策に対して制約を課することが示されている。

第6章では、主要通貨間のフロート制に対する欧州諸国の対応策としてEMSを見なした上で、EMSの技術的問題点(多角的介入制度や乖離指標の整合性)に関する理論的分析、EMSの成果に対する評価、及びEMSの経済学的位置づけを整理している。EMSが通貨安定圏としての機能はかなり果たしてきたと評価する一方、EMSが西独マルク本位圏に近い形になっていることによってEMSが反インフレ政策の手段となること、さらにEMSが政策協調のメカニズムとして役割を果たしてきたことを指摘している。

このように本書では多くの興味深い問題が考察されているが、とりわけ評者に関心を持った問題をここで取り上げたい。

第一に、確率モデルにおける為替レート決定の分析において、外生変数の現在値を知ることができないという意味での不完全情報のケースを完全情報のケースと区別して分析することによって、為替レート変動に対する不完全情報の影響が分析されている。将来の為替レートに関する予想が為替レートと名目金利の決定に重要な要因となる中で、実際には名目ショックや実質ショックを直接的に識別することが困難な状況にある。したがって、このような不完全情報下でのモデルにおいて為替相場の変動を分析することは重要な意義を持っている。そして、そこから得られる結果も興味深い。

ただし、そこで利用されているモデルについてコメントしたい。そこでは、いわゆる伸縮価格マネタリー・モデルに基づいて、財市場の裁定(すなわち、モデルの上では購買力平価)と金利裁定によって為替レートが決定される。購買力平価に乖離の項を入れてはいるものの、それがランダム・ウォークに従うとなると、基本的には購買力平価が成立することを前提としていることを意味する。また、金利裁定条件においてリスク・プレミアムが考慮に入れられているが、リスク・プレミアムを決定する要因(例えば、累積経常収支)が明示されていない。したがって、このモデルが適用される経済の状況あるいは

期間が限定されることにならないであろうか。

第二に、バスケット・ペッグの経済学的分析の内でも運営上の諸問題を取り上げたい。運営上の諸問題の内、特に、「ルールと裁量」及び「金融政策への制約」が興味深く、為替制度への重要なインプリケーションを含んでいる。一見、バスケット・ペッグ下で為替レートはルールに基づいて決定されることになると考えられるが、その運営にあたっては裁量の余地が多分に残されている。本書では、ルールに基づいた政策から得られる長期的利益と裁量的政策から得られる短期的利益と比較して、前者がまさると論じられている。さらに、広い変動幅を設ける為替政策は、固定相場制と独立フロート制の両方の欠点を持ちつつ、いずれの利点も持たないと断じている。この問題は、為替政策に限らず政策一般に存在するものであって、きわめて重要な問題である。そして、裁量的政策に信頼を置いているか否かによって結論が分かれるところであろう。

最後に、本書の国際通貨制度へのインプリケーションもまた興味深いので、書き留めておかなければならない。本書では、為替レート変動をある一定範囲に抑えようとするターゲット・ゾーン構想と国際通貨制度改革へのEMSの応用可能性について論じられている。ターゲット・ゾーンについては、前述した「ルールと裁量」の結論より、「最悪の為替制度」となる可能性を示唆している。また、EMSの応用可能性についても否定的見解を示している。むしろ、EMSは単に最適通貨圏として考えるべきであることが示唆されている。このような議論に対して賛否両論があろうが、このインプリケーションを導き出すに至った本書の考察は、国際通貨制度改革の議論に対して一つの有益な示唆を与えることは間違いない。

[小川英治]